

Fondements de Finance

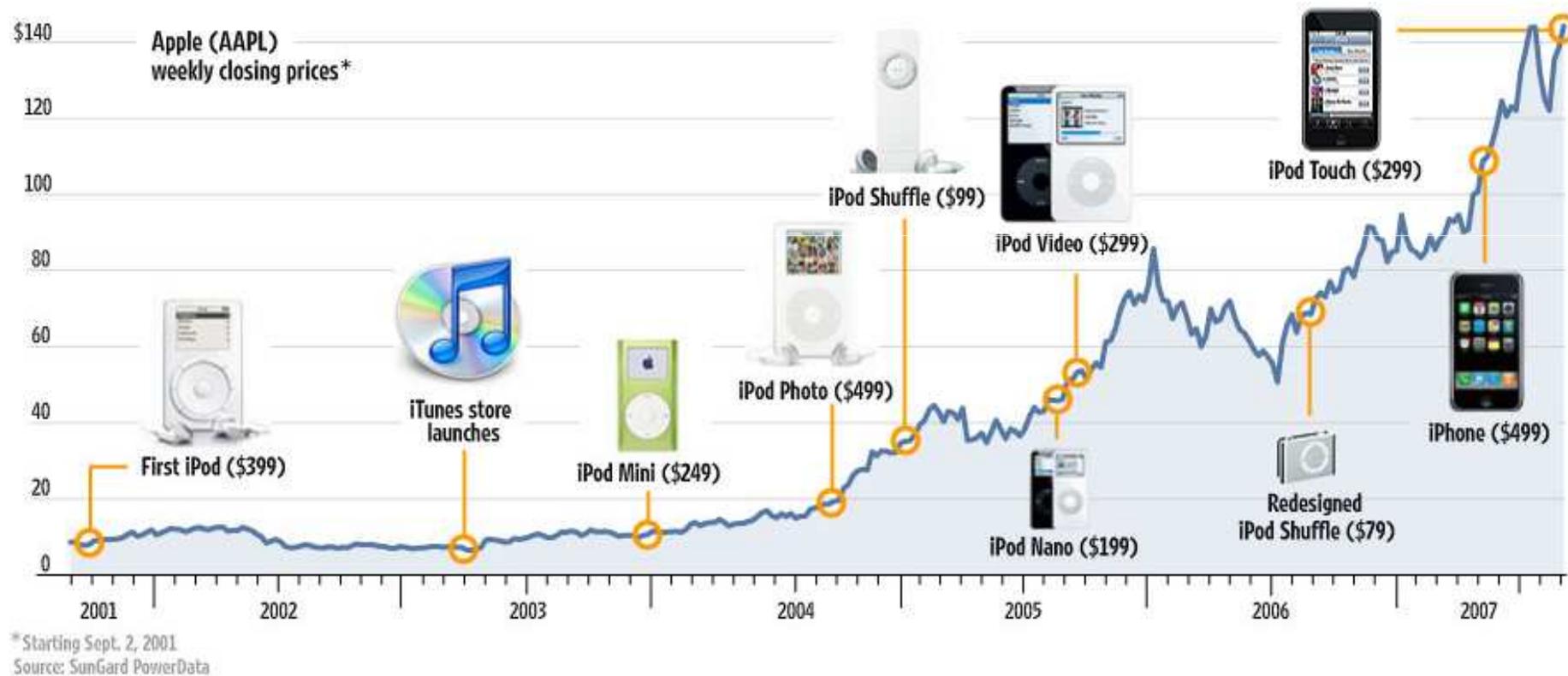
Programme Grande Ecole – Master In Management

Chapitre 4. : Critères de choix d'investissement et Free Cash Flow prévisionnel

Fahmi Ben Abdelkader ©

ESCP, Paris
Version étudiants

Les choix d'investissement de la société APPLE



Source : [The Wall Street Journal](#)

Sur la base de quels critères les nouveaux baladeurs numériques ont été introduits sur le marché ?

Comment les coûts et les bénéfices de ce type d'investissements sont-ils évalués ?

1 Les critères de choix d'investissement

La VAN

Le délai de récupération

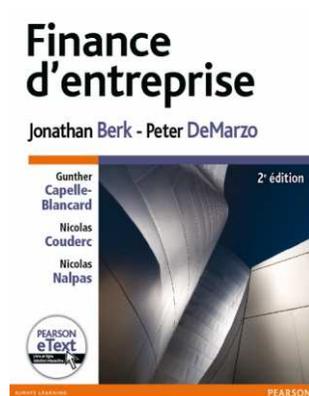
Le taux de rentabilité interne

2 Etude prévisionnelle des flux disponibles (*Capital budgeting*)

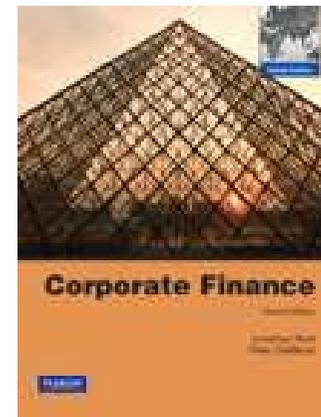
La prévision des résultats comptables

La prévision des flux disponibles et de la VAN

Analyse du point mort (*Break-even analysis*)



Chapitres 6 & 7



Chapitres 6 & 7

Rappel de la VAN

Exemple 6.1 (B&DM – p.167) - La Fantastique Ferme Française (FFF)

La société FFF veut lancer un nouveau fertilisant

La construction immédiate de l'usine coûte 250 millions €.

Les bénéfices futurs seront de 35 millions € par an, et cela pour toujours.

Les dirigeants estiment le coût du capital de ce projet à 10 %.

Doit-on investir dans ce projet ?

Rappel du TRI

Exemple 6.1 (B&DM – p.167) - La Fantastique Ferme Française (FFF)

La société FFF veut lancer un nouveau fertilisant

La construction immédiate de l'usine coûte 250 millions €.

Les bénéfices futurs seront de 35 millions € par an, et cela pour toujours.

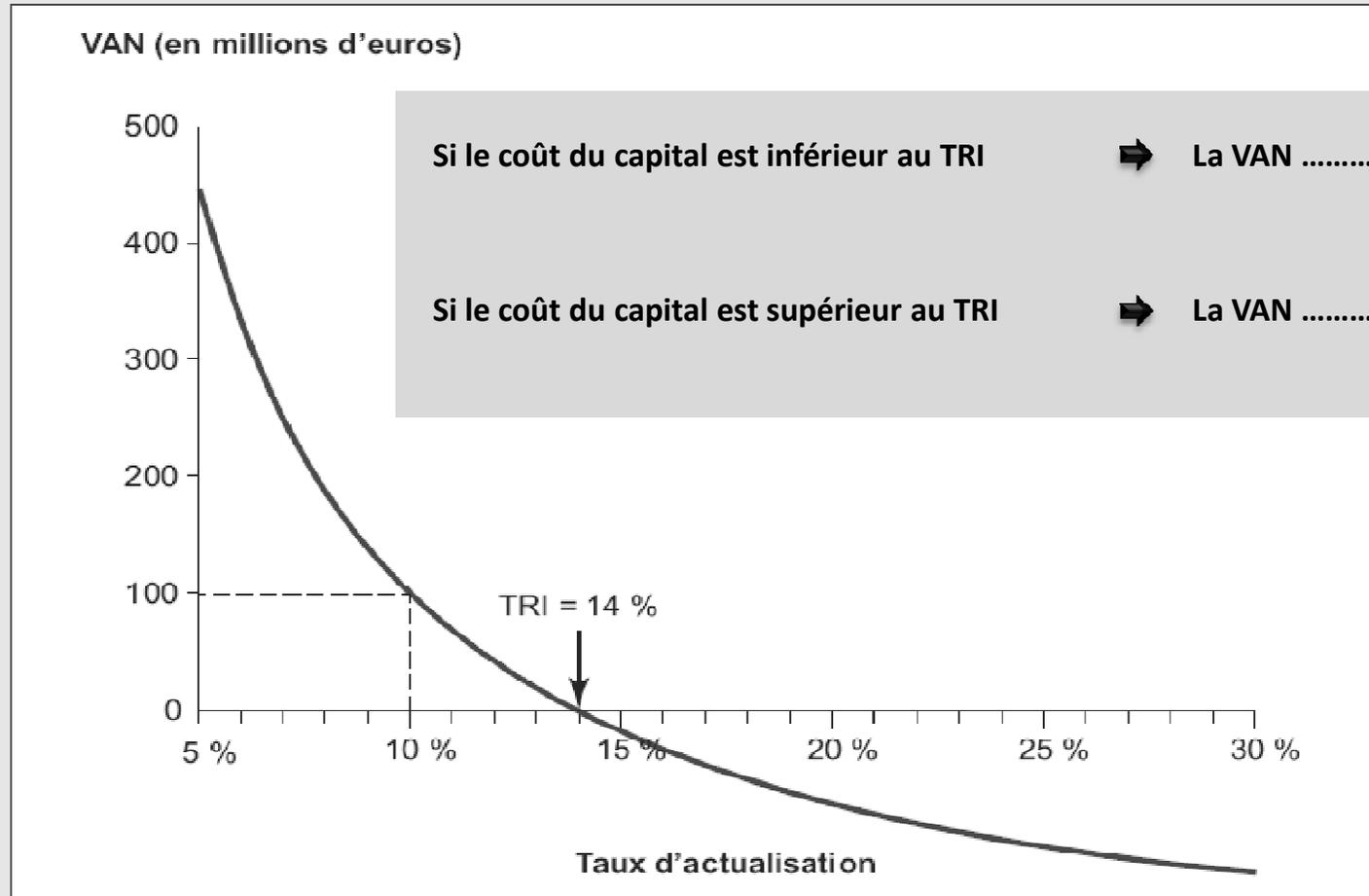
TRI ?

Critère du Taux de Rentabilité Interne TRI

Tout investissement dont le taux de rentabilité interne dépasse le coût du capital ($\Rightarrow Van > 0$), est susceptible de créer de la valeur.

Le TRI : un outil d'aide au choix d'investissement

Figure 6.1 - VAN du projet de fertilisant de la FFF



Si le coût du capital est inférieur au TRI



La VAN



.....

Si le coût du capital est supérieur au TRI



La VAN

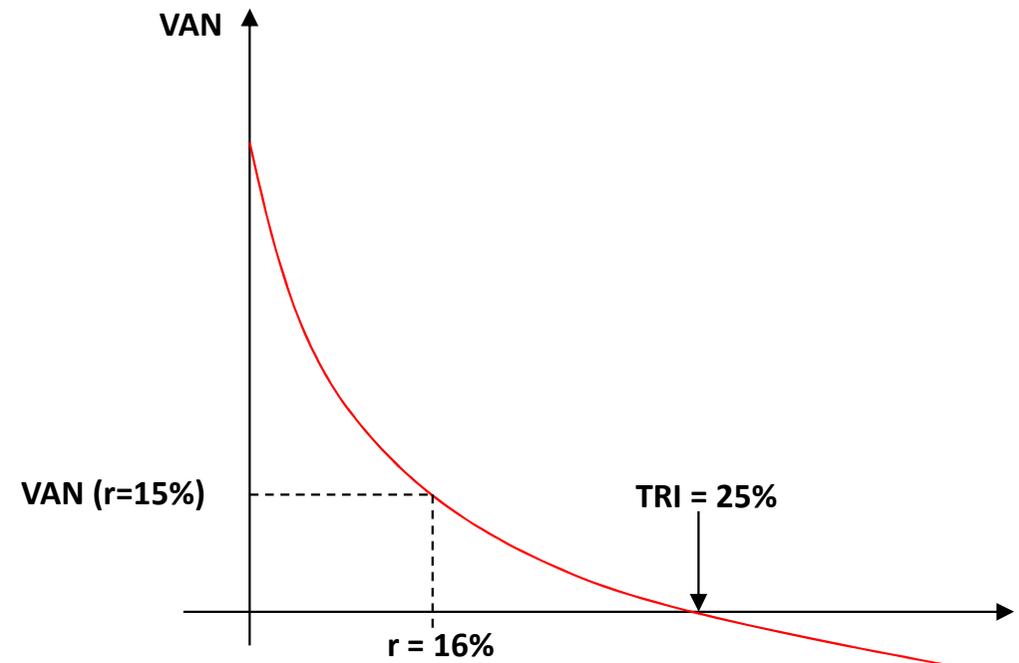
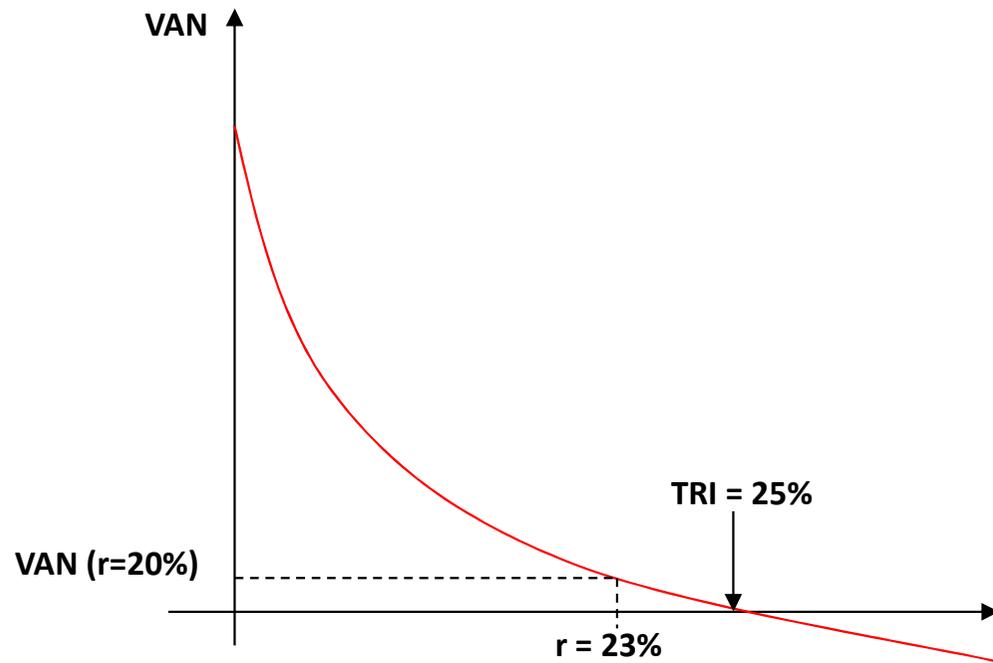


.....

La VAN du projet d'investissement est fonction du taux d'actualisation. La VAN est positive si le taux d'actualisation est inférieur à 14 %, le taux de rendement interne (TRI). Avec un coût du capital de 10 %, le projet a une VAN de 100 millions d'euros.

Le TRI : un outil d'aide au choix d'investissement

Erreur d'estimation du coût du capital et impact sur le choix d'investissement



➔ Plus le Coût du capital est proche du TRI, plus

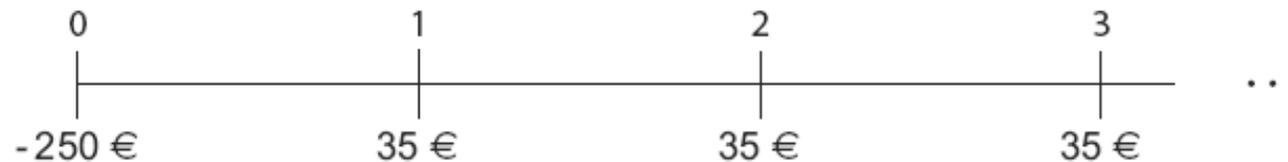
Le délai de récupération : un indicateur peu fiable mais très souvent utilisé

Le délai de récupération (*Payback period*)

Temps nécessaire pour récupérer les capitaux initialement investis

Exemple 6.1

FFF exige un délai de récupération de 5 ans ou moins. Avec une telle règle de décision, FFF accepte-t-elle le projet du nouveau fertilisant ?



➔ Sur la base de ce critère, la FFF



Le délai de récupération : un indicateur peu fiable mais très souvent utilisé

Le délai de récupération n'est pas un bon critère

Il ignore la valeur temps de l'argent

Il ne dépend pas du coût du capital

Il se base sur un critère de décision ad hoc (quel est le nombre d'année optimal?)

Malgré tout, plus de 50 % des entreprises américaines et françaises utilisent le délai de récupération pour sélectionner leurs investissements

Le délai de récupération biaise les décisions en faveur des projets à court terme.

Le délai de récupération : un indicateur peu fiable mais très souvent utilisé

Aux Etats-Unis, 75 % des entreprises utilisent la VAN pour sélectionner leurs investissements

(Graham et Campbell, 2001).

Seulement 10 % en 1977 (Gitman et Forrester, 1977).

En France, seules 35 % des entreprises suivent toujours ou presque toujours le critère de la VAN

(Brounen, de Jong et Koedijk, 2004).

1 Les critères de choix d'investissement

La VAN

Le délai de récupération

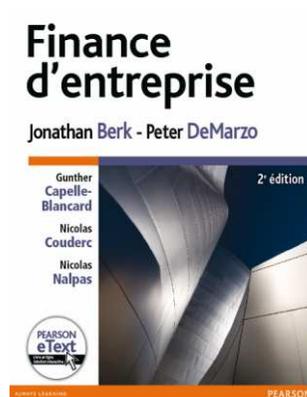
Le taux de rentabilité interne

2 Etude prévisionnelle des flux disponibles (*Capital budgeting*)

La prévision des résultats comptables

La prévision des flux disponibles et de la VAN

Analyse du point mort (*Break-even analysis*)



Chapitres 6 & 7



Chapitres 6 & 7

Etude prévisionnelle des flux disponibles ou la planification financière

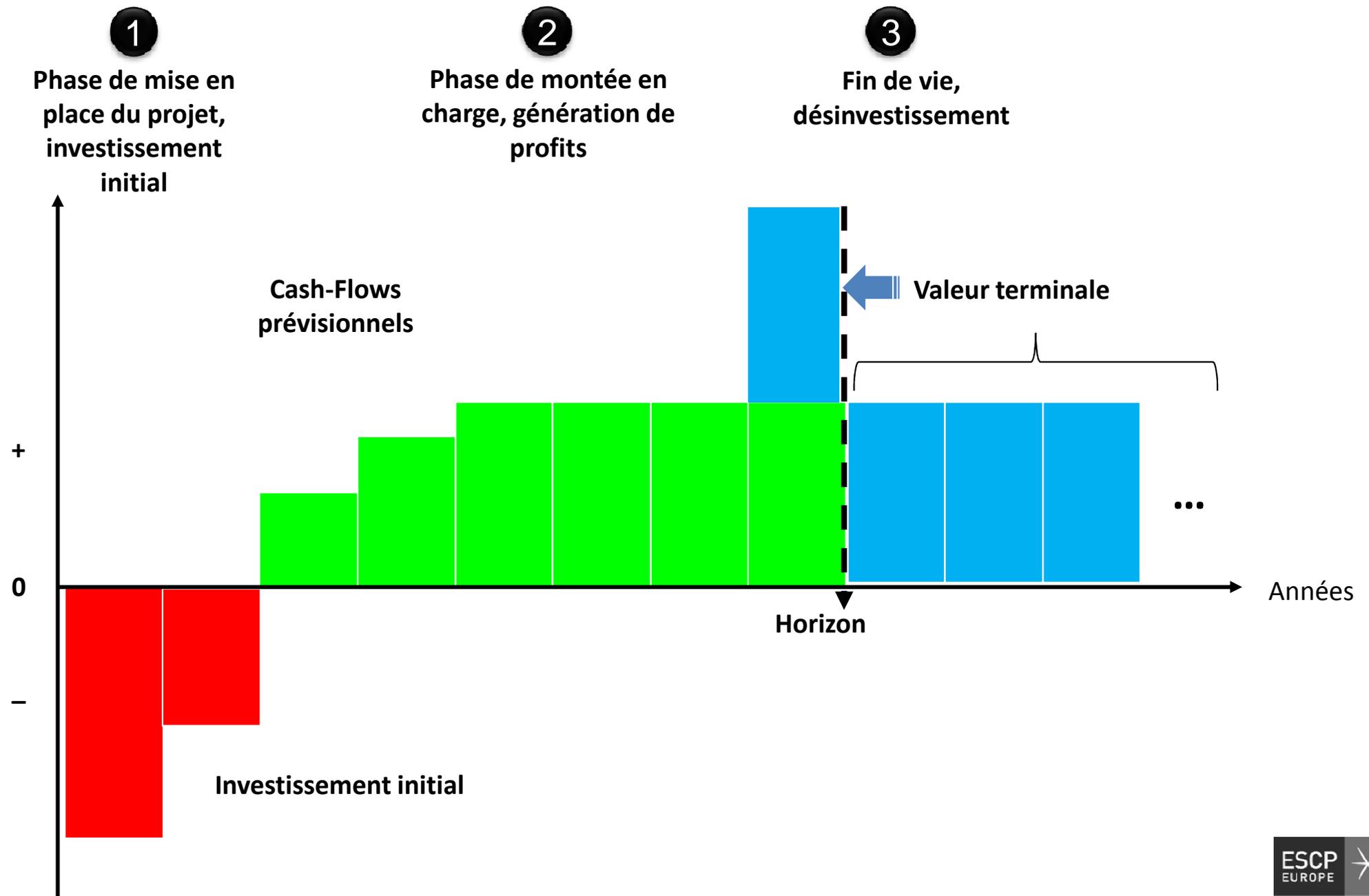
La planification financière (*Capital Budgeting*)

Vise à analyser, classer et au final sélectionner les projets d'investissement les plus intéressants économiquement

- ➡ **Quelle est la capacité d'un projet d'investissement à créer de la valeur ?**
- ➡ **Quelles sont les conséquences d'un choix d'investissement sur les bénéfices et les coûts ?**

Exemple : l'Etat vous demande de faire une étude comparant les coûts et les bénéfices de deux projets alternatifs: construire un aéroport ou une ligne de TGV.

Les différentes phases d'un projet d'investissement

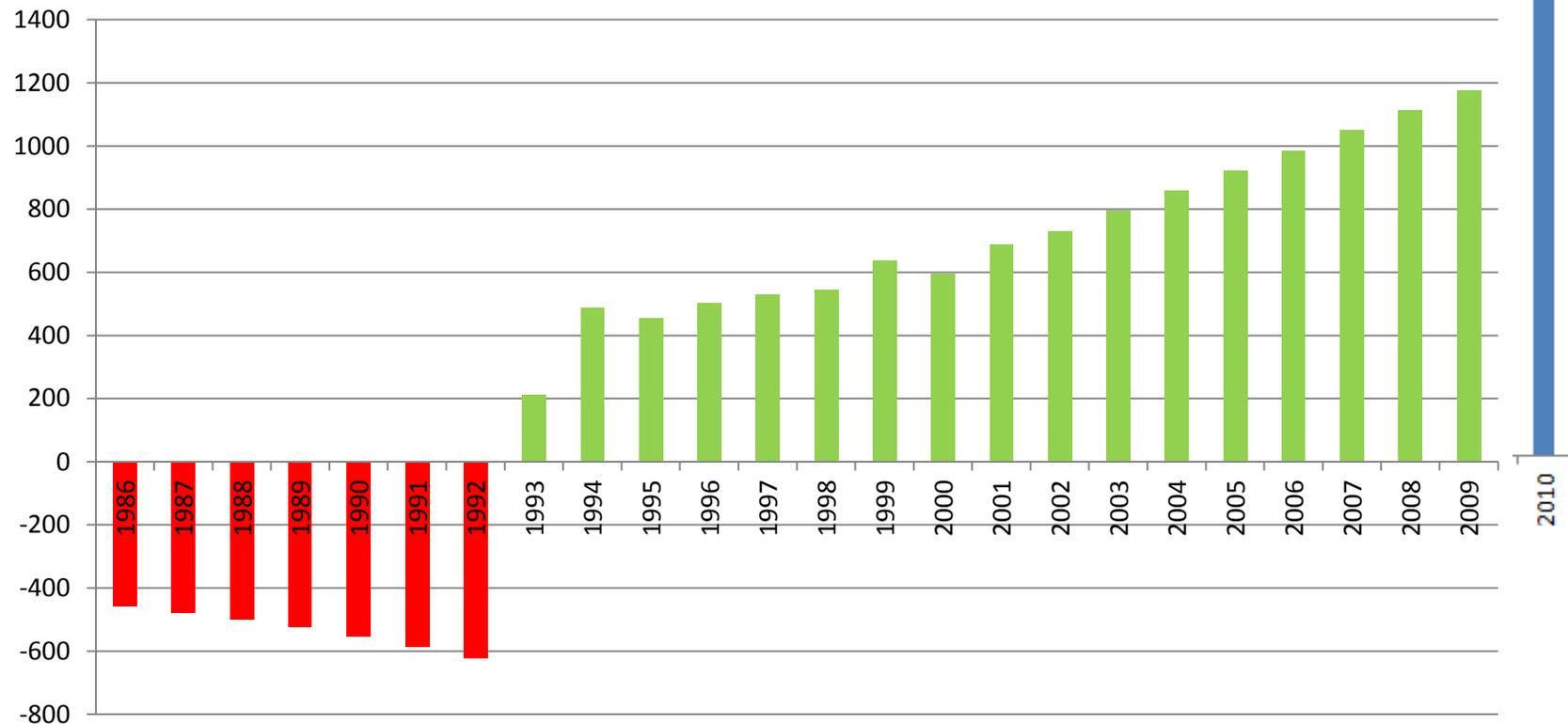


Les différentes phases d'un projet d'investissement



The Euro Tunnel Project : a typical example of Forecasting future cash flows

Forecasted cash flows in millions of British pounds



Source: François Derrien, course of Financial Economics

➔ Where do these cash flows come from?

Le Projet HomeNet : Lancement d'un nouveau serveur internet sans fil

Les dirigeants de Xila envisagent de développer un réseau sans fil pour la maison baptisé HomeNet.

1. Informations prévisionnelles sur le projet :

- En se fondant sur des études de marché, Xila espère pouvoir vendre 100 000 unités de HomeNet par an (à partir de l'année 1), à un prix unitaire de 260 euros.
- Compte tenu des innovations technologiques, l'espérance de vie du produit est de 4 ans.
- La production serait sous-traitée, pour un coût de revient tout compris de 110 euros par produit.
- L'année 0, Xila dépense 5 millions d'euros en R&D. Xila doit également développer l'année 0 le logiciel capable de contrôler tous les équipements de la maison, ce qui nécessitera 50 informaticiens pendant un an à temps plein, chacun d'entre eux coûtant 200 000 euros/an.
- Xila devra également construire un laboratoire pour faire ses tests pour un montant total de 7,5 millions d'euros. Cet investissement sera amorti sur le mode linéaire pendant 5 ans (à partir de l'année 1). A la fin de l'année 0, le produit sera prêt et le laboratoire sera opérationnel.
- Xila prévoit des dépenses marketing de 2 millions d'euros par an et des dépenses administratives de 800 000 euros par an.
- On suppose que le projet doit être évalué sans prise en compte de ses modalités de financement.
- Le taux d'impôt sur les sociétés retenu est de 33%.

Présenter le compte de résultat par fonction sur 5 ans du projet d'investissement compte tenu des informations prévisionnelles données.

Rappel : compte de résultat par nature vs par fonction

Tableau 2.2 – (B&DM) Présentation par nature du compte de résultat de la World Company au 31 décembre, en millions d'euros

	2008	2007
Ventes ou chiffre d'affaires	186,7	176,1
Consommation de matières premières	- 99,0	- 89,0
Autres consommations externes	- 54,4	- 58,3
Valeur ajoutée	33,3	28,8
Charges de personnel, impôts et taxes	- 21,7	- 20,6
Excédent brut d'exploitation	11,6	8,2
Amortissements et provisions	- 1,2	- 1,1
Résultat d'exploitation	10,4	7,1
Résultat financier	- 7,7	- 4,6
Résultat courant	2,7	2,5
Résultat exceptionnel	0,3	0,3
Impôt sur les sociétés	- 1,0	- 0,9
Résultat net	2,0	1,9
Résultat par action	0,56 €	0,53 €
Résultat dilué par action	0,526 €	0,500 €

Tableau 2.3 - (B&DM) Présentation par fonction du compte de résultat de la World Company au 31 décembre, en millions d'euros

	2008	2007
Ventes ou chiffre d'affaires	186,7	176,1
Coût des ventes	- 89,7	- 81,0
Coûts commerciaux	- 52,5	- 55,7
Coûts administratifs	- 21,7	- 20,6
Frais de R&D	- 12,4	- 11,7
Résultat d'exploitation	10,4	7,1
Résultat financier	- 7,7	- 4,6
Résultat courant avant impôts	2,7	2,5
Résultat exceptionnel	0,3	0,3
Impôt sur les sociétés	- 1,0	- 0,9
Résultat net	2,0	1,9
Résultat par action	0,56 €	0,53 €
Résultat dilué par action	0,526 €	0,500 €

Le Projet HomeNet : Prévisions du résultat net (*Forecasting Incremental Earnings*)

Tableau 7.1 (B&DM – p.196) - Prévisions du résultat net à endettement nul (en 1000€)

Rubrique/Année						
Chiffre d'affaires						
Coût des ventes						
Frais administratifs et généraux						
Coûts marketing						
Coût de R & D						
Amortissements						
Résultat d'exploitation (EBIT)						
Impôt sociétés						
Résultat net						

Le Projet HomeNet : Prévisions du résultat net (*Forecasting Incremental Earnings*)

Exemple 7.1 (B&DM – p.199) – Impôts et résultat d'exploitation négatif

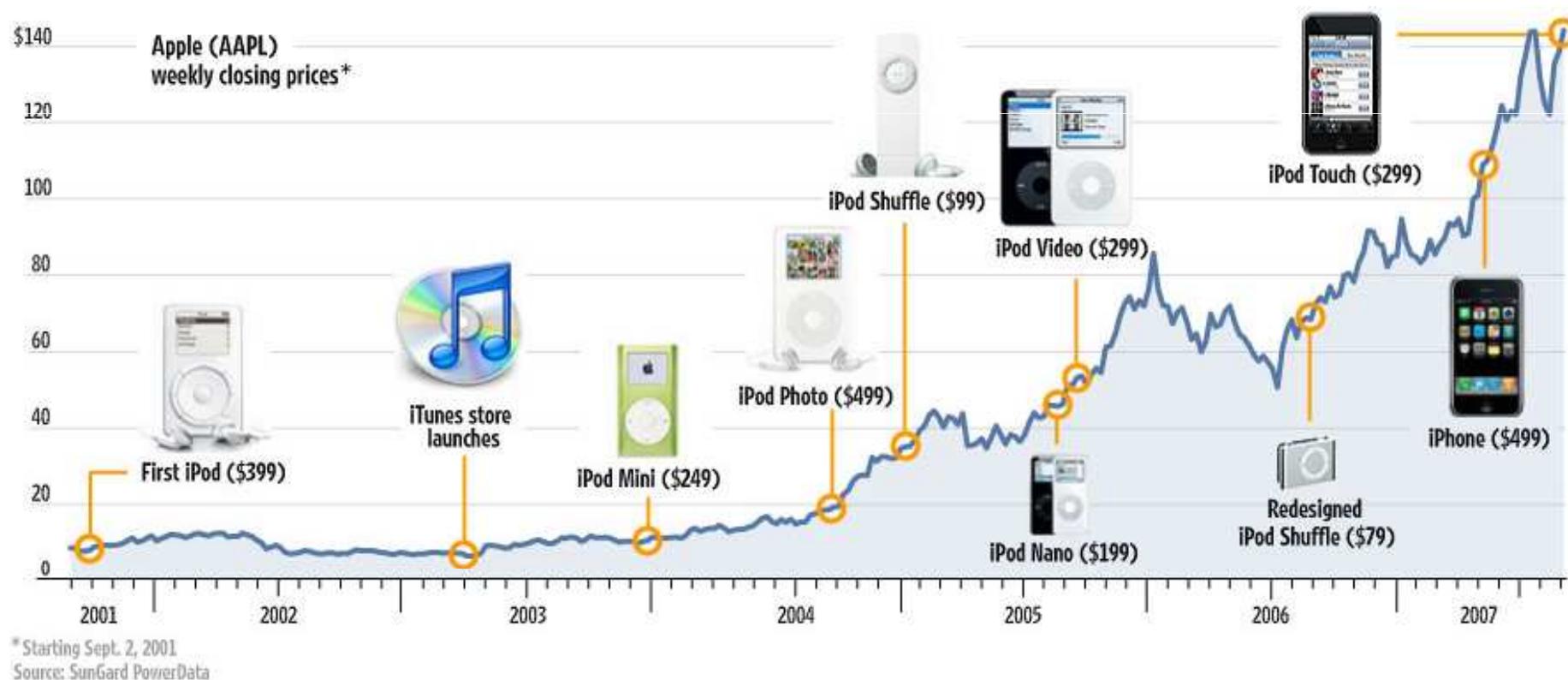
- La société PtitDéj envisage de lancer des barres de céréales sans OGM
- L'entreprise espère un résultat courant avant impôt de 300 millions d'euros l'an prochain.
- Dépenses publicitaires liées au lancement de ce nouveau produit se traduiront par un résultat d'exploitation négatif de 15 millions d'euros l'an prochain.
- Le taux marginal d'imposition est de 33 %.

Quel est l'impôt sur le bénéfice si le nouveau produit est abandonné ?

Et si le produit est finalement lancé ?

Prévision du résultat net avec prise en compte des effets indirects et des externalités

Exemple : La cannibalisation en entreprise



Source : [The Wall Street Journal](#)

Le lancement de l'iPod Nano a provoqué la baisse des ventes de l'iPod Classique

Prévision du résultat net avec prise en compte des effets indirects et des externalités

2. Informations additionnelles sur les effets indirects et les externalités

Il est probable que le projet HomeNet influence d'une manière indirecte les autres activités de l'entreprise Xila :

Effets indirects (Coût d'opportunité) : Le laboratoire de HomeNet sera abrité dans une usine existante du groupe Xila qui aurait pu être louée 200 000 euros/an pendant les années 1 à 4.

Externalités (Canibalisme) : on estime qu'une partie des clients qui achèteront HomeNet n'achèteront pas le routeur sans fil de Xila, qui a des fonctions en partie similaires. Cette concurrence causerait une baisse du chiffre d'affaire de HomeNet de 2.5 millions d'euro par an et une baisse de coût équivalente à 1.5 millions d'euro par an.

Coûts irrécupérables (*sunk cost*) : Xila a déjà investi (Année 0) 300 000 euros dans une étude de faisabilité du projet.

Présenter le compte de résultat par fonction sur 5 ans du projet d'investissement compte tenu des effets indirects et des externalités.

Prévision du résultat net avec prise en compte des effets indirects et des externalités

Tableau 7.2 (B&DM – p.201) - Prévisions du résultat net à endettement nul (en 1000€), incluant les effets indirects et les externalités

Rubrique/Année						
Chiffre d'affaires						
Coût des ventes						
Frais administratifs et généraux						
Coûts marketing						
Coût de R & D						
Amortissements						
Résultat d'exploitation (EBIT)						
Impôt sociétés						
Résultat net						

Prévision du résultat net avec prise en compte des variations des prix

3. En pratique, l'hypothèse de ventes constantes est peu réaliste

En réalité, les prix et les coûts de fabrication évoluent dans le temps, notamment en fonction du cycle de vie du produit.

Après une analyse plus précise, les ventes de HomeNet seront :

L'année 1 (Démarrage) : 100 000 unités (avec un prix unitaire = 235€ et coût unitaire de 95€)

Les années 2 et 3 (Croissance/Maturité) : 125 000 unités

L'année 4 (Déclin) : 50 000 unités

Le prix de vente et le coût des ventes **baissent de 10 % par an**. En revanche, les frais administratifs et les frais marketing augmentent de 4% par an.

Présenter le compte de résultat par fonction sur 5 ans du projet d'investissement compte tenu des nouvelles hypothèses

Prévision du résultat net avec prise en compte des variations des prix

Exemple 7.3 (B&DM – p.203) - Prévisions du résultat net à endettement nul (en 1000€), incluant les effets indirects et les externalités

Rubrique/Année						
Chiffre d'affaires						
Coût des ventes						
Frais administratifs et généraux						
Coûts marketing						
Coût de R & D						
Amortissements						
Résultat d'exploitation (EBIT)						
Impôt sociétés						
Résultat net						

Le Projet HomeNet : Prévision des flux de trésorerie disponibles

Rappel : les flux de trésorerie disponibles : *Free Cash Flow*

Flux de trésorerie liés à l'activité	
Résultat net	2,0
+ Amortissements et provisions	1,2
+ Autres activités qui ne donnent pas lieu à des flux de trésorerie	- 1,2
- Variation du BFR	- 0,7
<i>Dont : - Δ Créances clients</i>	- 5,3
+ Δ Dettes fournisseurs	5,6
- Δ Stocks	- 1,0
= Flux de trésorerie liés à l'activité (I)	1,3
- Acquisitions d'immobilisations	-39,8
+ Cessions d'immobilisations	0,0
= Flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement (II)	- 39,8

→ Argent issu du métier de l'entreprise

→ Consommation d'argent pour maintenir ou développer l'appareil productif

Free Cash Flow = flux de trésorerie liés à l'exploitation + flux de trésorerie liés aux investissements

Free Cash Flow > 0 : les flux dégagés par l'activité de l'entreprise couvre ses besoins d'exploitation et les dépenses d'investissement

Free Cash Flow < 0 : l'entreprise doit mobiliser d'autres ressources pour financer son besoin en financement

World company : Free Cash Flow = I + II = 1.3 – 39.8 = - 38.5

Le Projet HomeNet : Prévision des flux de trésorerie disponibles

Free Cash Flow prévisionnels

Chiffre d'affaire

- coûts
- Amortissements
- impôts

= **Résultat net** (à endettement nul)

- + Amortissements
- Δ BFR
- Investissements

= **Free Cash Flow (FCF)**

$$\Rightarrow FCF = [(CA - Coûts - Amort) * (1 - \tau)] + Amort - \Delta BFR - Invest$$

Le Projet HomeNet : Prévision des flux de trésorerie disponibles

4. Le résultat net est une mesure comptable de la performance : il faut évaluer le projet d'investissement sur la base des flux de trésorerie disponibles

Informations liées aux BFR

Le projet HomeNet n'impose pas à l'entreprise d'augmenter ses stocks puisque les produits sont directement livrés aux clients et que la fabrication est sous-traitée. Par contre, les créances clients représentent en moyenne 15 % du chiffre d'affaires et les dettes fournisseurs représentent en moyenne 15 % du coût des ventes.

Informations liées aux dépenses d'investissement et amortissement

La création du nouveau laboratoire a nécessité un investissement de 7.5 millions d'euro payé à l'année 0. La durée de vie du laboratoire dépassant un cycle de production, l'entreprise a procédé à un amortissement linéaire sur 5 ans (voir tableaux précédents)

Calculer les flux de trésorerie disponibles

Le Projet HomeNet : Prévision des flux de trésorerie disponibles

Calcul du BFR du projet HomeNet

$$\text{BFR} = \text{Stocks} + \text{Créances d'exploitation} - \text{Dettes d'exploitation}$$

Tableau 7.4 - Besoin en fonds de roulement HomeNet

	0	1	2	3	4	5
Prévision de BFR (k€)						
1 Stocks	0	0	0	0	0	0
2 Créances clients (15 % du CA)	0	3 525	3 525	3 525	3 525	0
3 Dettes fournisseurs (15 % du coût des ventes)	0	- 1 425	- 1 425	- 1 425	- 1 425	0
4 Besoin en fonds de roulement	0	2 100	2 100	2 100	2 100	0

Variation de BFR = BFR(n) - BFR(n-1)						
---	--	--	--	--	--	--

Le Projet HomeNet : Prévision des flux de trésorerie disponibles

Tableau 7.3 (B&DM – p.205) - Prévisions des flux de trésorerie disponibles (en 1000€), incluant les effets indirects et les externalités

Rubrique/Année	0	1	2	3	4	5
Chiffre d'affaires	0	23500	23500	23500	23500	0
Coût des ventes	0	9500	9500	9500	9500	0
Frais administratifs et généraux	0	1000	1000	1000	1000	0
Coûts marketing	0	2000	2000	2000	2000	0
Coût de R & D	15000	0	0	0	0	0
Amortissement		1500	1500	1500	1500	1500
Résultat d'exploitation	-15000	9500	9500	9500	9500	-1500
Impôt sociétés	-4950	3135	3135	3135	3135	-495
Résultat net	-10050	6365	6365	6365	6365	-1005
Amortissements						
variation de BFR :						
Investissements						
Flux de trésorerie disponible						

Le Projet HomeNet : Prévision des flux de trésorerie disponibles

Exemple 7.4 (B&DM – p.207) - Le BFR en présence de ventes variables

Quelle est l'évolution du BFR de HomeNet dans le cadre des hypothèses de l'exemple 7.3 ?

	0	1	2	3	4	5
Prévision de BFR (k€)						
1 Stocks	0	0	0	0	0	0
2 Créances clients (15 % du CA)	0	3 525	3 966	3 569	1 285	0
3 Dettes fournisseurs (15 % du coût des ventes)	0	-1 425	-1 603	-1 443	-519	0
4 Besoin en fonds de roulement	0	2 100	2 363	2 126	765	0
5 Variation du besoin en fonds de roulement	0	2 100	263	-236	-1 361	-765

➔ Le BFR évolue en fonction de la variation du CA

Le Projet HomeNet: le calcul de la VAN

5. Pour accepter ou rejeter le projet HomeNet, il faut calculer sa VAN

Il faut calculer la valeur actuelle de l'ensemble des flux de trésorerie disponibles

Le coût du capital du projet HomeNet est estimé à 12%

Le Projet HomeNet: le calcul de la VAN

Tableau 7.5 (B&DM – p.201) - VAN du projet Homenet

$$VAN = \sum_{n=0}^N \frac{F_n}{(1+r)^n}$$

Rubrique/Année	0	1	2	3	4	5
Flux de trésorerie disponibles	-17550	5765	7865	7865	7865	2595

Coût du capital du projet =12%

Le Projet HomeNet: Choix entre différents projets : Faire ou faire faire ?

6. Fabriquer en interne ou sous-traiter ?

Les dirigeants de Xila réfléchissent à la meilleure stratégie pour produire HomeNet :

1. doit-elle recourir à la sous-traitance ?

Sous-traiter toute la production au coût unitaire de 110€.

Les dettes fournisseurs seront de 15% du coût des ventes.

2. Fabriquer elle-même les produits ?

Xila peut produire elle-même dans ses usines avec un coût unitaire fixe de 100€.

Mais la production en interne impose un investissement initial de 5 millions € pour réorganiser l'usine.

Les dettes fournisseurs seront de 15% du coût des ventes.

Il faut également que l'entreprise constitue des stocks égaux à un mois de production

Quelle est la meilleure solution ?

➔ **Le projet dont la VAN est la plus élevée**

Le Projet HomeNet: Choix entre différents projets : Faire ou faire faire ?

6. Fabriquer en interne ou sous-traiter ?

Tableau 7.6 - VAN des différents flux de trésorerie de la production en interne et de la sous-traitance de HomeNet

	0	1	2	3	4	5	
Sous-traitance (k€)							
1	Résultat d'exploitation	0	-11 000	-11 000	-11 000	-11 000	0
2	Impôt sur les sociétés	0	3 630	3 630	3 630	3 630	0
3	Résultat net à endettement nul	0	-7 370	-7 370	-7 370	-7 370	0
4	- Augmentation du BFR	0	1 650	0	0	0	-1 650
5	Flux de trésorerie disponibles	0	-5 720	-7 370	-7 370	-7 370	-1 650
6	VAN (coût du capital : 12 %)	-21 848					
Production en interne (k€)							
1	Résultat d'exploitation	-5 000	-10 000	-10 000	-10 000	-10 000	0
2	Impôt sur les sociétés	1 650	3 300	3 300	3 300	3 300	0
3	Résultat net à endettement nul	-3 350	-6 700	-6 700	-6 700	-6 700	0
4	- Augmentation du BFR	0	667	0	0	0	-667
5	Flux de trésorerie disponibles	-3 350	-6 033	-6 700	-6 700	-6 700	-667
6	VAN (coût du capital : 12 %)	-23 483					

Dans cet exemple, seules les opérations donnant lieu à des flux différents entre les deux options sont pris en compte. Les flux identiques (CA, coûts administratifs, etc.) sont négligés dans cette analyse. Les flux disponibles ne font apparaître ainsi que les différences de coûts.

➔ La sous-traitance est plus intéressante : son coût actuel net est plus faible

Le Projet HomeNet : quel est l'impact des méthodes d'amortissement sur la VAN du projet

Exemple 7.5 (B&DM – p.204) – Amortissement dégressif du laboratoire

- Coefficient pour un équipement d'une durée d'utilisation égale à 5 ans est de 1,75.
- Le taux d'amortissement dégressif est donc égal à $20 \% \times 1,75 = 35 \%$.

	0	1	2	3	4	5
Amortissement dégressif						
1 Valeur comptable du laboratoire	7 500	7 500	4 875	3 169	2 060	1 030
2 Taux d'amortissement	0	35 %	35 %	35 %	50 %	100 %
3 Amortissements	0	2 625	1 706	1 109	1 030	1 030

VAN (amortissement dégressif) = 6,043 M€ > VAN (amortissement linéaire) = 5,935 M€

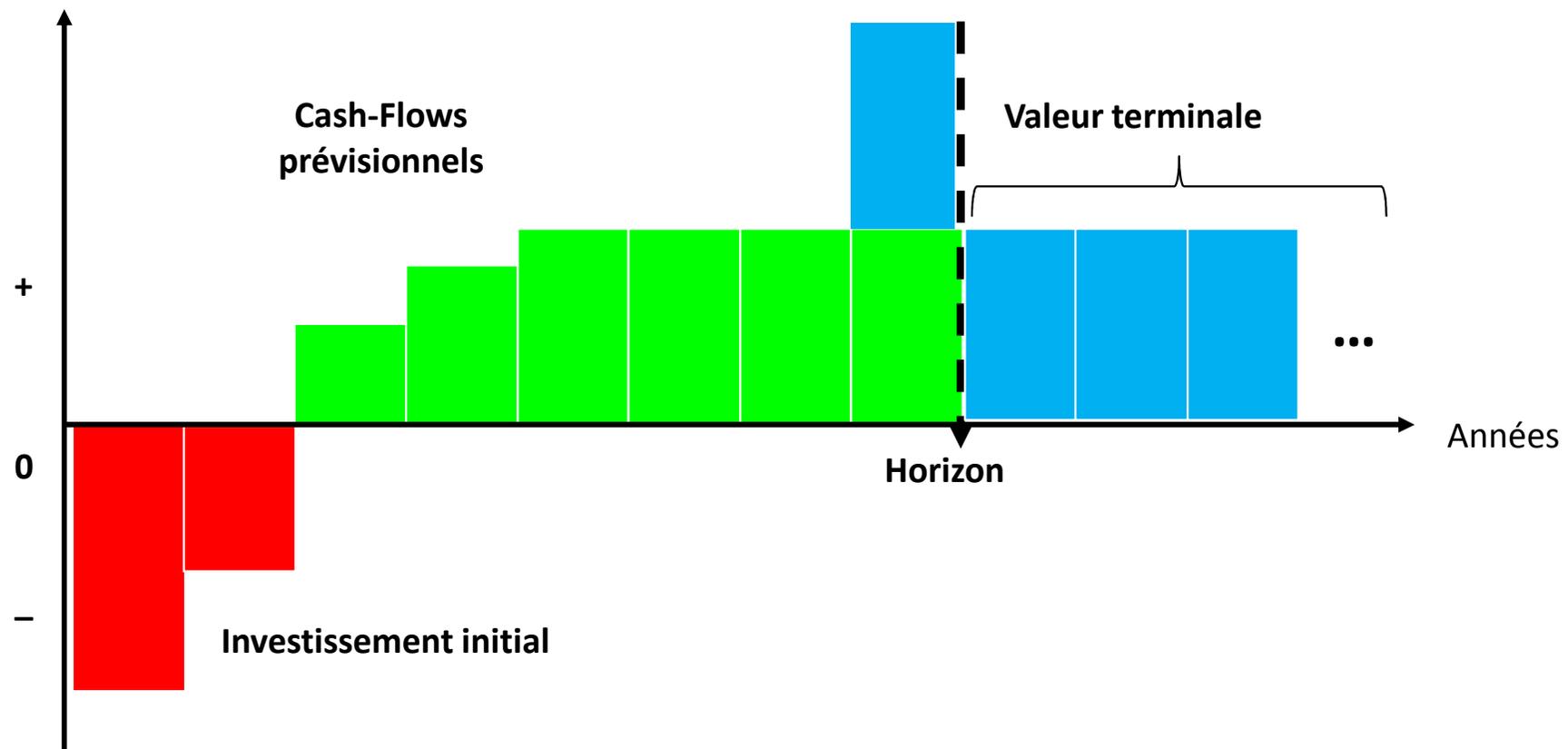
1. Les amortissements permettent.....
 2. **Une économie d'impôt actuelle**
- ➔ L'entreprise a intérêt à utiliser.....

Le Projet HomeNet: La valeur terminale

Lorsque la durée de vie du projet est longue ou indéfinie, l'étude prévisionnelle est effectuée sur un horizon plus court

La valeur terminale d'un projet

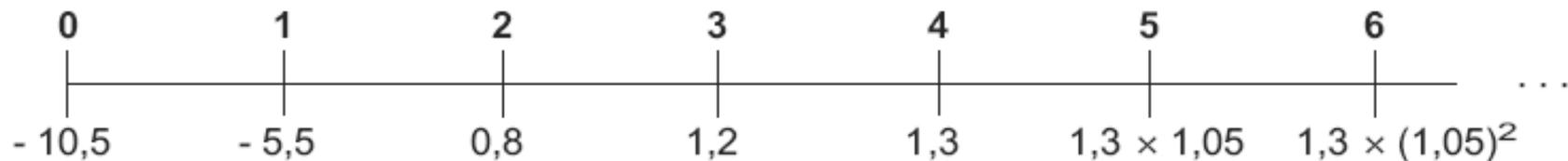
Est égale à la valeur actuelle des flux de trésorerie disponibles postérieurs à l'horizon de prévision, en date de fin de prévision



Le Projet HomeNet: La valeur terminale

Exemple 7.7 (B&DM – p.206) – Valeur terminale avec croissance constante des flux

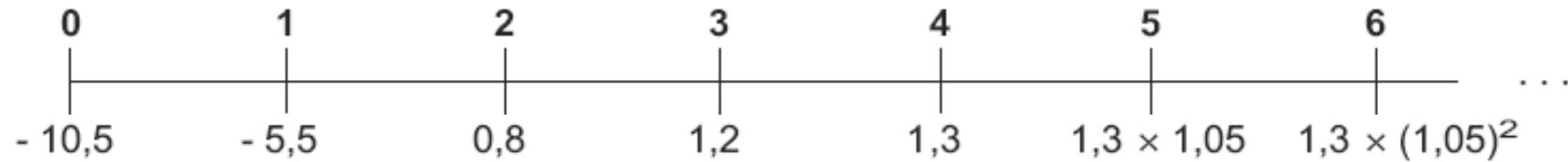
- Grosbille envisage d'ouvrir de nouveaux magasins. La prévision des flux de trésorerie disponibles de ces nouveaux magasins est (en millions d'euros) :



- Les flux de trésorerie disponibles postérieurs à l'année 4 croîtront au taux constant de 5 % par an.
- Le coût du capital approprié pour ce projet est de 10 %.
- Quelle est la valeur terminale des flux de trésorerie disponibles postérieurs à l'année 3 ?
- Quelle est la VAN de ce projet ?

Le Projet HomeNet: La valeur terminale

Exemple 7.7 (B&DM – p.206) – Valeur terminale avec croissance constante des flux



L'analyse du projet face à l'incertitude

Le plus difficile pour un dirigeant d'entreprise est de faire face à
l'incertitude

Concernant les flux de trésorerie futurs (basés sur des hypothèses et des estimations)

Concernant le coût du capital retenu

➡ **Comment évaluer les erreurs de prévisions potentielles ?**

A quoi sert le point mort ?

L'analyse du Point mort : (*Break-even analysis*)

Lorsque la valeur d'un paramètre donné est incertaine, il est possible de déterminer le point mort de celui-ci, c'est-à-dire **la valeur du paramètre telle que la VAN du projet soit nulle.**

Tableau 7.7 - Point mort du projet HomeNet

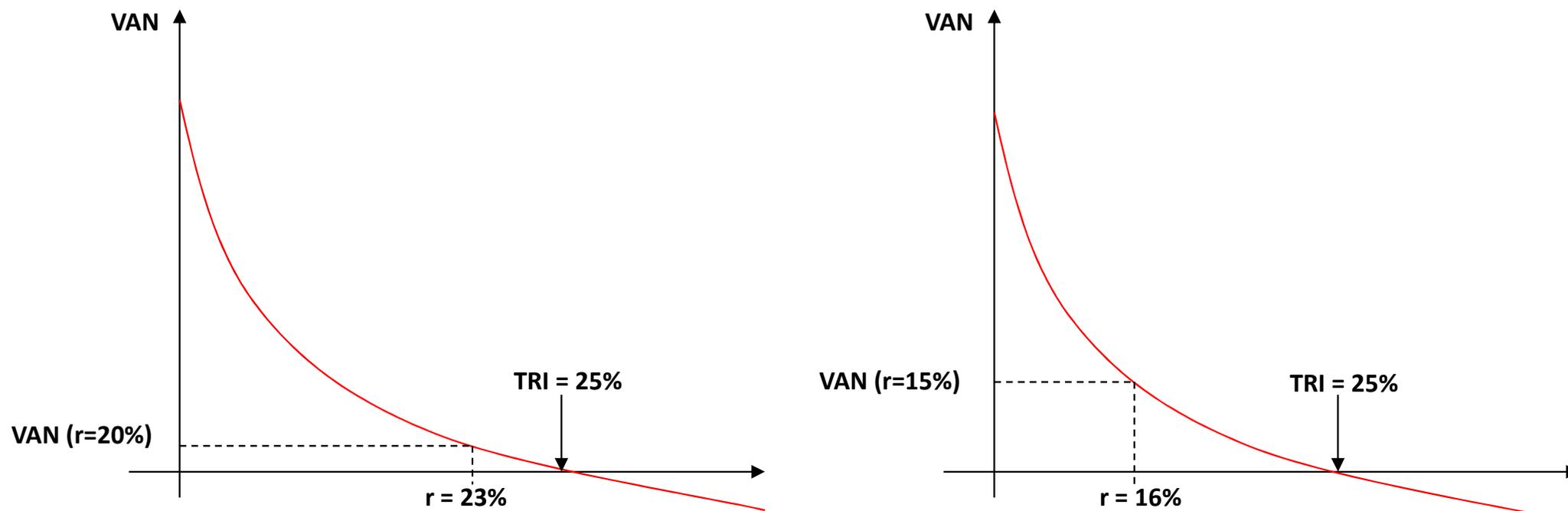
Paramètre	Point mort
Nombre d'unités vendues	78 650 unités par an
Prix de gros unitaire	230,11 €
Coût de fabrication unitaire	139,89 €
Coût du capital	?

➔ Coût du capital tel que $VAN=0$ ➔ TRI

Calculer le TRI du projet HomeNet

A quoi sert le point mort ?

L'analyse du Point mort sur la base du TRI et du coût du capital estimé : r



➔ Plus le Coût du capital est proche du TRI, plus la marge d'erreur permise devient faible et plus la décision d'investissement risque d'être modifiée

Analyse du point mort

7. Calculer le TRI du projet HomeNet

Rubrique/Année	0	1	2	3	4	5
Flux de trésorerie disponibles	-17550	5765	7865	7865	7865	2595

Quel est r tel que la VAN = 0 ?

Analyse du point mort

8. Analyse de la sensibilité de la VAN à la variation d'un paramètre

Les dépenses publicitaires prévues sont de 2 M€ par an au cours des années 1 à 4.

Le PDG craint que, pour atteindre ses objectifs de vente, Xila ne soit obligée de dépenser 3 M€ / an.

Quelle est la VAN du projet sous cette hypothèse ?

- 1 *Capital budgeting*
- 2 Prévion des flux de trésorerie disponibles
- 3 La VAN
- 4 Le Point mort
- 5 Le TRI
- 6 Le coût du capital estimé et la marge d'erreur